صناديـق الثـروة السيـاديـة
ودورهـا فـي إدارة الفوائـض النفطيـة

ماجد عبد الله المنيف

أستاذ في قسم الاقتصاد، جامعة الملك سعود، الرياض.

moneefma@yahoo.com.

مقدمة

يلاحظ أن الطفرات النفطية الثلاث، التي مرت بها دول الخليج العربي، صاحبتها ظواهر وقضايا عدة في دولها، سواء لجهة إدارة المالية والاقتصاد الوطني في مرحلة الطفرة والاستعداد لانحسارها، أو عملية توزيع عوائدها على القطاعات المختلفة، أو بين الأجيال؛ وغير ذلك من قضايا. وقد صاحب الطفرات الثلاث ظواهر وقضايا ذات أبعاد عالمية مرتبطة بشكل أو بآخر بأشكال التصرف بالعوائد النفطية للدول، فرادى أو مجتمعة. ومن تلك القضايا ما عُرف في الطفرتين الأولى والثانية خلال الفترة (١٩٧٣ ـ ١٩٨٢) بـ «إعادة تدوير الفوائض النفطية» أو «البترودولار»؛ حيث تداعت حينها المؤسسات المالية الدولية، وانبرى الكثيرون في الدول الصناعية للتهويل بحجم تلك الفوائض وآثارها، واتخاذ سياسات عدة حيال ذلك. ولم يمضِ سوى سنوات قليلة، حتى تلاشت تلك الفوائض، مع تغير العلاقات في السوق النفطية، وانخفاض الأسعار، وانخفاض أو جمود الإنتاج، وبالتالي انخفاض العوائد، وتراكم عجوزات الميزانيات العامة للدول النفطية، وزيادة أعباء الدين العام لدى معظمها.

وتكررت الحال في طفرة (٢٠٠٣ ـ ٢٠٠٨) التي انتهت للتو، حيث صاحبها عالمياً اهتمام بما أصبح يُعرف بنشاط «صناديق الثروة السيادية» للدول النفطية، إذ تكاثرت الأبحاث والتقارير، خصوصاً في الدول الصناعية، خلال العامين ٢٠٠٧ و٢٠٠٨، حول حجم تلك الصناديق، ومجالات ودوافع استثماراتها خارج حدود دولها، والسياسات التي يمكن اتخاذها للتأثير في تلك الاستثمارات.

ويُلاحظ أن ذلك الجانب من الاهتمام العالمي بالطفرات الثلاث المشار إليها، لم يُصاحبه اهتمام موازٍ في معظم الدول النفطية، سواء لناحية دور السياسات المالية والاستثمارية وأطرها، أو سياسات التنويع الاقتصادي وتوزيع الدخل وغيرها؛ بل إن جُلّ الأبحاث التي نشرت خلال الأعوام القليلة الماضية حول «صناديق الثروة السيادية» أو «صناديق استقرار أو ادخار عوائد النفط»، كانت من صندوق النقد والبنك الدوليين، أو مؤسسات وبنوك استثمار دولية، أو مراكز أبحاث وباحثين من الدول الصناعية.

ويلاحظ أيضاً أن ذلك الاهتمام العالمي قد خبا إلى حد كبير، بعد استفحال الأزمة المالية العالمية من جهة، وانتهاء الطفرة النفطية بانهيار الأسعار وتوقع استمرارها عند مستويات متدنية إلى ما بعد انتهاء الأزمة المالية وتداعياتها. وكأن آليات السوقين النفطية والمالية الدوليين، اللتين أنهتا ظاهرة الاهتمام بـ «إعادة تدوير الفوائض النفطية» في الطفرتين الأولى والثانية، كفيلتان بإنهاء ظاهرة الاهتمام بـ «نشاط الصناديق السيادية» أو ما يشابهها في الطفرة الثالثة، على الأقل بالنسبة إلى الدول الصناعية ومؤسساتها. فما هي الحال بالنسبة إلى الدول النفطية، وخصوصاً دول مجلس التعاون؟ وكيف يمكن لها إدارة مواردها النفطية ومواردها المالية، وأهم من ذلك، إدارة اقتصاداتها الوطنية بما يؤهلها لمواجهة تداعيات الصدمات النفطية على قراراتها النفطية والاقتصادية والمالية.

أولاً: مقارنة الطفرات النفطية الثلاث

هناك أوجه تشابه واختلاف بين الطفرتين النفطيتين الأولى والثانية من جهة، والطفرة الثالثة من جهة أخرى؛ سواء من حيث المقدمات والنتائج، أو من حيث حالة السوق النفطية التي أفرزتها، أو حجم وحالة الاقتصاد العالمي لكل منها، أو مقارنة عوائدها بأحجام اقتصاديات الدول التي طالتها الطفرات، أو طرق إدارة الاقتصاد والعوائد في كل منها. ومع أن هذا اللقاء سيتعرض في إحدى حلقاته إلى هذا الموضوع بالتفصيل، إلا انه لغرض هذه الورقة سوف نتناول هنا أهم المقارنات ذات الصلة.

فمن حيث هيكلة السوق النفطية، امتازت الطفرة **الأولى** ببدء الدول المنتجة في أوبك أخذ زمام المبادرة في تحديد الأسعار التي كانت تحدد مع فروقاتها من خلال أوبك، وكان حجم التذبذب في الأسعار محدوداً، ويتغير بتغير قرارات التسعير في أوبك، وكان حجم الإنتاج قليل التغير أيضاً، لأن حصة النفط في سوق الطاقة، وحصة أوبك في السوق، كانتا مرتفعتين، والإنتاج من خارج أوبك كان محدوداً.

وفي الطفرة **الثانية**، كان حجم التذبذب في الأسعار عالياً، بسبب التغيرات الحادة في الطلب (تغير أنماط الطلب قطاعياً وبداية بناء المخزون الاستراتيجي لدول وكالة الطاقة والشراء الاحترازي) وفي العرض (الثورة الإيرانية والحرب العراقية الإيرانية وتزايد الإنتاج من خارج أوبك) خلال الفترة، وبداية نشاط السوق الفورية للنفط، وبدء انحسار دور أوبك وتصدعها، لأسباب متعلقة بتغير ظروف السوق وعلاقاته، وعدم الانسجام معها، وأسباب داخلية أخرى لا مجال لذكرها هنا.

أما الطفرة **الثالثة**، فقد ابتدأت وحصة أوبك في السوق أقل مما كانت عليه في الطفرتين الأولى والثانية، ولكنها تزامنت أيضاً مع تغير أنماط الطلب العالمي ومصادره، إذ لم تعد الدول الصناعية في وكالة الطاقة الدولية المصدر الأساسي لنمو الطلب الذي كانت الاقتصادات الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية تشكل أكثر من ثلثي نموه في العقد السابق للطفرة. وتميزت الطفرة أيضاً بتذبذبات حادة في الأسعار، بسبب ارتباط السوق النفطية بالسوق المالية العالمية، وتزايد حدة المضاربة بسبب تطورات الأخيرة، وانعكاس ذلك على الدول النفطية، بسبب آلية تسعير نفوط الدول المنتجة، المرتبطة بأسعار مرجعية تحدد في أسواق مضاربات السلع في نيويورك ولندن.

أما من حيث بنية اقتصادات الدول المنتجة (في أوبك عموماً والخليج بوجه خاص)، فقد اتصفت اقتصادياتها في الطفرتين الأولى والثانية بضعف هياكلها وقدرتها الاستيعابية. فعلى سبيل المثال، كان ارتفاعُ سعر النفط في الطفرة الأولى من أقل من ثلاثة دولارات، إلى أحد عشر دولاراً بين ١٩٧٣ و١٩٧٧، وزيادته بمعدل ٥ بالمئة سنوياً، سبباً لتراكم فوائض مالية لدى معظم تلك الدول؛ وكذلك الحال إبان الطفرة الثانية، عندما ارتفعت الأسعار من حوالى ١٤ دولاراً للبرميل عام ١٩٧٨ إلى أكثر من ٣١ دولاراً عام ١٩٧٩، وزيادته بمعدل سنوي ٢ بالمئة حتى نهاية الطفرة عام ١٩٨٢. أما في الطفرة الثالثة، فإن الأسعار ـ خلافاً للزيادة المفاجئة في الأسعار (واستقرار الزيادة بعد ذلك) في الطفرتين السابقتين بسبب نظام الأسعار السائد

خلالهما ـ قد استمرت بالارتفاع طوال الطفرة الثالثة، وبشكل متدرج، بمعدل ٢٦ بالمئة سنوياً، من متوسط سنوي ٢٥ دولاراً في بداية الطفرة، إلى ٩٥ دولاراً في نهايتها. وبينما كان السعر الذي تراوح بين ١١ و١٤ دولاراً في الطفرة الأولى وبين ٣٠ و٣٥ دولاراً في الطفرة الثانية، سبباً لوجود وتراكم الفوائض في ميزانيات الدول المنتجة، وفي موازينها الجارية؛ فإن سعراً لا يقل عن ٤٠ إلى ٥٠ دولاراً أصبح بالكاد كافياً لتوازن ميزانياتها المالية وميزان مدفوعاتها، بسبب اتساع اقتصادياتها، وارتفاع قدرتها الاستيعابية من جهة، وربما زيادة الأعباء أو الهدر المالي لدى العديد من تلك الدول من جهة أخرى.

أما من حيث بنية الاقتصاد العالمي، ففي الطفرتين الأولى والثانية كان جزء من العالم في المعسكر الاشتراكي (الاتحاد السوفياتي سابقاً والصين) خارج علاقات السوق عموماً (سواء السوق النفطية أو سوق المال أو غيرهما)، وكان نظام التجارة العالمي أكثر تقييداً، والنظام المالي والنقدي (سواء بالنسبة إلى أسعار الصرف ومعدلات الفائدة، أو نشاط وعمق أسواق المال أو غيرها) مختلفاً عما هو عليه الآن. أما خلال الطفرة الحالية، فالعالم برمته خاضع لعلاقات السوق العالمية وتقلباتها، والنظام التجاري العالمي (سواء بهيكله العالمي المتمثل في منظمة التجارة العالمية، أو هياكله الإقليمية المتمثلة في التكتلات الاقتصادية) أكثر تحرراً، وذو نظم وعلاقات مختلفة بشكل كبير عما كان عليه في الطفرتين الأولى والثانية. أما أسواق النقد والمال الدوليين، فهي مختلفة نوعياً وكمياً، إذ تبوأ اليورو مركزاً هاماً في أسواق النقد، وانحسر دور الدولار، وتعمقت أسواق المال، وترابطت بسبب ثورة الاتصال. كما قاد الفكر الاقتصادي الحر السياسات النقدية والمالية والاقتصادية في الدول الصناعية الرئيسة وبالتبعية العديد من الدول الصناعية والنامية الأخرى سواء طواعية أو بسبب الحاجة (برامج التصحيح الهيكلي لصندوق النقد الدولي).

الجدول الرقم (١)
مؤشرات حول الاقتصاد السعودي خلال الطفرات الثلاث

التغير المئوي سنوياً	١٩٧٣ ـ ١٩٧٧	١٩٧٩ ـ ١٩٨٢	٢٠٠٢ ـ ٢٠٠٨
التغير في الإنفاق/ التغير في الإيرادات	٦٤٤	١٣١	٥٠
التغير في الإنفاق	٧٣	١٥	١١
التضخم السنوي	١٣	٢,٥	٣,٠
الفائض المالي/ الناتج المحلي الإجمالي	٢٢,٧	١٠,٦	١٤,٠
معدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي النقدي	٦٤	١٧	١٦
معدل فائض الحساب الجاري/ الناتج المحلي الإجمالي	٢٧,٧	١٦,١	٢١,٦
مليار ريال			
فائض الحساب الجاري المتراكم	٢٣٤	٣٣٣	١٦٨٣
متوسط الناتج المحلي الإجمالي النقدي	١٧٢	٥١٤	١١٥٣

المصدر: تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي.

وهذه التغيرات في بنية سوق النفط وبنية اقتصاديات الدول النفطية وبنية الاقتصاد العالمي والعلاقات المصاحبة لكل منها، يترتب عليها بالضرورة اختلاف في أسلوب إدارة الاقتصاد والموارد المالية الناتجة، بين الطفرتين الأولى والثانية من جهة، والطفرة الثالثة من جهة أخرى. وتتطلب مقارنة خلفية ونتائج تلك الطفرات الإلمام بالخصائص الاقتصادية والسياسية لكل دولة، ونطاق السياسات التي اتخذت، وتأثيرها في هياكلها الاقتصادية إبان كل طفرة وبعدها، ودرجات النجاح والإخفاق لسياسات المالية العامة، أو سياسات التنويع الاقتصادي وغيرها. ونظراً إلى محدودية البيانات عن جميع دول مجلس التعاون خلال الطفرتين الأولى والثانية، يورد الجدول الرقم (١) مؤشرات نفطية واقتصادية رئيسية للعربية السعودية، التي تتاح معلومات أوفى عنها خلال الطفرات الثلاث.

ثانياً: إدارة المالية العامة في الدول النفطية

إن تناول موضوع ما أصبح يُعرف بصناديق الثروة السيادية (Sovereign Wealth Funds) للدول النفطية، مرتبط إلى حد كبير بموضوع أهم، وهو إدارة المالية العامة في تلك الدول. فالمعروف أن الإيرادات من النفط تتصف بالتذبذب وعدم اليقين، ومصدرها خارجي، إضافة إلى أن الأصل المشتقة منه ناضب. والخصائص الثلاث الأولى، تؤثر في مسار الإنفاق العام وكيفية تحييد آثار التذبذب واللايقين في الأجل القصير لذلك الإنفاق، وبالتالي في النمو والاستقرار الاقتصادي. أما خاصية النضوب، فهي ترتبط بتحويل الإنتاج والعائدات من الأصل الناضب، إلى أصول منتجة أكثر ديمومة، وبشكل أعم، بموضوع العدالة بين الأجيال.

وقد اتبعت الدول النفطية سياسات مختلفة لتحييد آثار التذبذب واللايقين بالنسبة إلى الإيرادات النفطية، منها تبنّي أسعار متحفظة للنفط في تقديرات إيرادات الميزانية المالية للدولة، و/أو إنشاء صناديق لاستقرار العائدات النفطية (Oil Stabilization Funds) يختلف نطاق عملها ومرجعيتها وظروف إنشائها في ما بين الدول. وقد لاحظت دراسة حديثة أن إحدى وعشرين دولة من ٣١ دولة نفطية تم استعراضها، لديها صناديق يشكل استقرار العائدات غرضها الرئيس أو أحد أغراضها[(١)]، ومن ٢٧ صندوقاً تم استعراضها في الدراسة، كان تسعة منها لاستقرار العائدات، وعشرة صناديق لاستقرار العائدات وأغراض أخرى. ولاحظت الدراسة أن ستة عشر من تلك الصناديق أنشئت بعد عام ١٩٩٥. ومن صناديق استقرار العائدات النفطية التي استعرضتها الدراسة لدول الخليج العربية، صندوق «احتياطي المشاريع الاستراتيجية» في البحرين، و«صندوق الاحتياطي العام» في الكويت، و«صندوق استقرار العائدات» في قطر.

وتهدف تلك الصناديق إلى المساهمة في الاستقرار الاقتصادي الكلي، عن طريق استقرار

(١) Rolando Ossowski [et al.], *Managing the Oil Revenue Boom: The Role of Fiscal Institutions*, Occasional Paper; 260 (Washington, DC: International Monetary Fund, 2008).

الإنفاق العام عبر برمجة تدفق الإيرادات النفطية المتقلبة والتي يصعب التنبؤ بها إلى الميزانية، إضافة إلى هدف زيادة الشفافية في إدارة الإيرادات النفطية والسياسة المالية. وتتبع الدول طرقاً عدة لبناء الصندوق، إما بالإيداع فيه عند زيادة الأسعار فوق مستوى معيّن (يحدد إما من السلطات التنفيذية أو التشريعية أو كليهما)، أو تحديد نسبة معينة من الإيرادات للسنة الجارية أو غيرها للإيداع فيه أو وسائل أخرى. أما السحب من تلك الصناديق، فيأخذ أشكالاً عدة، منها السحب في حالة انخفاض الإيرادات النفطية عن تقديرات الميزانية (عموماً أو بنسبة معينة)، أو يُترك للسلطات المالية (و/أو بموافقة السلطات التشريعية) اتخاذ القرارات المتعلقة بالسحب.

أما قرارات استثمار إيداعات تلك الصناديق، فتختلف بين الدول، إذ يقتصر بعضها على الاستثمار في الخارج (كي لا يزاحم الاستثمار الحكومي الاستثمار الخاص أو تجنب أعراض ما يعرف في الأدبيات الاقتصادية بالمرض الهولندي) بأدوات وآجال يتم تحديدها أو تترك لاجتهاد القائمين على تلك الصناديق، والبعض الآخر من الصناديق يتم استثمار إيداعاته في الداخل والخارج سواء بنسب يُتفق عليها أو لا. أما مرجعية تلك الصناديق، فإما أن تكون مستقلة، أو مرتبطة بإطار الميزانية العامة والجهات المشرفة عليها.

وقد لاحظت دراسة لباحثين من صندوق النقد الدولي، من استعراض تجارب العديد من صناديق استقرار العائدات النفطية، أن وجود تلك الصناديق بحد ذاته لا يساهم في الانضباط المالي وفي تجنيب الاقتصاد النفطي مثالب تقلبات الإيرادات، وأن التجارب الناجحة (مثل الصندوق المعروف بصندوق التقاعد في النرويج)، لا يعود إلى وجود الصندوق، ولكن إلى الانضباط المالي ووضوح السياسات المالية والنقدية والشفافية في تلك الدولة[٢]. ولكن في دراسة أخرى شملت تسع دول نفطية لديها صناديق استقرار للعائدات، وستة دول نفطية أخرى ليس لديها صناديق مستقلة لإدارة المالية العامة؛ تبين أن وجود الصناديق يساهم في الحد من التقلبات في مؤشرات الاقتصاد الكلي[٣]. وأظهرت دراسة أخرى لصندوق النقد الدولي، شملت دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، أن وجود صناديق لاستقرار العائدات لدى البعض منها ساهم في زيادة الانضباط المالي وتحسين إدارة الإيرادات النفطية[٤].

وبشكل عام، فإن وجود صندوق لاستقرار العائدات النفطية في الدولة، لا يُغني عن

(٢) Jeffrey Davis [et al.], *Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources: Experience and Fiscal Policy Implications*, Occasional Paper; 205 (Washington, DC: International Monetary Fund, 2001).

(٣) Ghiath Shabsigh and Nadeem Ilahi, *Looking Beyond the Fiscal: Do Oil Funds Bring Macroeconomic Stability?*, *IMF Working Paper*; 07/96 (Washington, DC: Internationals Monetary Fund, 2007).

(٤) International Monetary Fund [IMF], *Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda*, Working Paper (Washington, DC: IMF, 2008).

ضرورة وجود قواعد مالية واضحة، ودرجة من المساءلة والشفافية في صياغة وإدارة المالية العامة عموماً. على أن نجاح تلك الصناديق، إن وجدت، في المساهمة في الاستقرار الاقتصادي والانضباط المالي؛ يعتمد على معايير عدة، **أحدها** درجة مرونة الإيداع والسحب والاستثمار لتلك الصناديق. فقد لاحظت الدراسة السابق الإشارة إليها مثلاً، أن قواعد الإيداع والسحب من «صندوق تنظيم الإيرادات» في الجزائر قامت على قاعدة سعر ١٩ دولاراً للبرميل، مثبتاً من السلطة التشريعية، في الفترة (٢٠٠٠ ـ ٢٠٠٥). لذلك، قامت السلطات التنفيذية بإصدار أدوات للدين العام، فتولى الصندوق دفع فوائد الدين العالية مقارنة بإيرادات استثمار إيداعات الصندوق الأقل، ما شكل عبئاً على الحكومة(٥).

أما المعيار **الثاني**، فهو درجة ارتباط وتنسيق أعمال تلك الصناديق مع مسار المالية العامة، إذ إن تعدد مسؤوليات الإنفاق يؤثر في نجاح تلك الصناديق في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي. فيلاحظ مثلاً أن صندوقي كازاخستان وليبيا، لديهما صلاحية الإنفاق خارج إطار الميزانية العامة؛ وبالمقابل، فإن صندوق النرويج الذي سبقت الإشارة إليه، يمثل حساباً حكومياً لدى البنك المركزي. يتلقى صافي إيداعات الحكومة من نشاط النفط، ويحوّل إلى الميزانية العامة المبالغ اللازمة لتمويل العجز غير النفطي (إجمالي الإيرادات غير النفطية ناقصاً النفقات على القطاعات غير النفطية) وليس لدى ذلك الصندوق صلاحية الإنفاق، إذ إن ذلك جزء من مسار المالية العامة.

وهذا المعيار يرتبط أيضاً بموضوع أهم، وهو ما إذا كان إصلاح المالية العامة في الدول النفطية يتم فقط من خلال إنشاء صندوق لهذا الغرض، توفر له الموارد والكفاءات والمرونة والصلاحيات ويشكل «جزيرة منعزلة» بينما مسار المالية العامة يبقى على وضعه، أم أن إنشاء الصندوق يستلزم أن يكون جزءاً من إصلاح مالي شامل، أحد أركانه بالنسبة إلى تلك الدول ربط الميزانية العامة السنوية بإطار تخطيط مالي للأجلين المتوسط والطويل، يراعي تذبذب الإيرادات النفطية ومسارها، وأولويات الإنفاق ومجالاته؛ وقد يكون صندوق استقرار العائدات أحدى آليات ذلك الربط.

ثالثاً: إدارة المورد والتنمية المستدامة

يضاف إلى معضلة المالية العامة في الدول النفطية وأبعادها التنموية، معضلة أخرى تواجه تلك الدول التي تعتمد على إنتاج وصادرات النفط. وتلك المعضلة كانت وما تزال أهم هاجس لمخطِّطي التنمية في تلك الدول، وتتمثل في الاستعداد لعصر ما بعد نضوب النفط (سواء بسبب نضوبه نضوباً طبيعياً، أو لانحسار دوره بسبب التطور التقني للمصادر البديلة)؛ لذلك، كان هدف التنويع الاقتصادي، أي تنويع مصادر الدخل الوطني، أو تنويع مصادر الدخل الحكومي بتطوير القطاعات والإيرادات غير النفطية، هدفاً معلناً لمعظم الدول النفطية،

(٥) Ossowski [et al.], *Managing the Oil Revenue Boom: The Role of Fiscal Institutions.*

وخصوصاً في دول الخليج العربية، التي يشكل قطاع النفط فيها ما يتراوح بين ٤٠ و٦٠ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي، وإيراداته بين ٨٠ و٩٠ بالمئة من الإنفاق الحكومي والصادرات السلعية لتلك الدول. وعلى الرغم من مراحل الطفرات والركود التي مرت بها اقتصاديات دول الخليج، ما يزال النفط وإيراداته طاغياً في الناتج المحلي والمالية العامة وميزان المدفوعات لدى معظمها.

وللتعامل مع هذه المعضلة، اتبعت الدول النفطية مسارين متلازمين في بعضها، ومستقلين في البعض الآخر: يتمثل المسار **الأول** في استخدام جزءٍ من العائدات النفطية لتطوير البنية الأساسية اللازمة لتنمية القطاعات الإنتاجية والخدمية الملائمة لظروفها، وذلك الجزء المستخدم للتنمية المحلية يختلف باختلاف الدول واختلاف الظرف الزمني أيضاً. أما المسار **الثاني**، فيتمثل في ادخار جزءٍ من الإيرادات النفطية الآنية، وتنميتها بالاستثمار الداخلي و/أو الخارجي، لتشكل دخلاً بديلاً للنفط عند نضوبه في الأجل الطويل. وينطوي هذا المسار على تحويل أصل حقيقي (النفط) إلى أصل مالي، أو تحويل ثروة في باطن الأرض إلى «ثروة» على الأرض[٦]، ويتم الأخير من خلال إنشاء صناديق في الدول التي اتخذت هذا المسار بمسميات وقواعد مختلفة، كصندوق احتياطي الأجيال القادمة في الكويت، أو صندوق الاحتياط الحكومي في عُمان وقَطَر، وهيئة أبو ظبي للاستثمار.

ومع أن تلك الصناديق تهدف إلى ادخار جزء من الإيرادات للمستقبل، خلاف صناديق استقرار العائدات المشار إليها في الجزء السابق، إلا أن الأخيرة، يمكن ـ في حالة ارتفاع الإيرادات النفطية وتحقيق فائض مالي، خصوصاً في فترة الطفرة ـ أن تتحول مهامها إلى صناديق للادخار. وفي استعراض عن واحد وعشرين صندوقاً لاستقرار العائدات وللادخار في الدول النفطية، يلاحظ وجود سبع صناديق للادخار (بمسميات مختلفة)، أربع منها في دول مجلس التعاون المشار إليها، والثلاث الأخرى في الغابون وغينيا الاستوائية وبروناي، وأربع صناديق تقوم بمهام استقرار العائدات والادخار معاً، وهي صناديق كل من ليبيا وآذربيجان والمكسيك والنرويج[٧].

وهناك عدة اعتبارات لإنشاء صناديق للادخار أو للأجيال القادمة: الاعتبار **الأول** هو النضوب الطبيعي للمورد، والحاجة إلى بناء أصول أخرى، تدر دخلاً للأجيال، تعوض نضوب الأصل الحالي واستغلال إيراداته من قبل الجيل الحالي، وهو ما اصطلح عليه بالعدالة بين الأجيال (Intergenerational Equity). وبمقتضى ذلك الاعتبار فقط، فإن الدول ذات العمر الزمني القصير لاحتياطي الأصل الناضب، يكون لديها حافز أكبر للادخار، من الدول ذات العمر الزمني الأطول لاحتياطيها، كدول الخليج مثلاً، التي يتراوح فيها عند مستويات الإنتاج

(٦) Stephen Jen, «The GCC: Transforming Oil Wealth into Financial Portfolios,» in: John Nugée and Paola Subacchi, eds., *The Gulf Region: A New Hub of Global Financial Power?* (London: Chatham House, 2008).

(٧) Ossowski [et al.], Ibid.

الحالية بين عشرين، إلى أكثر من مئة عام، وبمتوسط ٧٥ عاماً لدول الخليج مجتمعة. أما إذا أخذنا نظرة شاملة للنضوب (أي تقلص الطلب على النفط، وبالتالي إنتاجه وصادراته، بسبب البدائل، بغض النظر عن النضوب)، وأضفنا أن العمر الزمني للاحتياطي غير ثابت، إذ يمكن أن يتسارع بالاستغلال المفرط، ويمكن أن يرتفع بالتطور التقني وزيادة الاستثمار لتطوير الاحتياطي، يصبح العمر الزمني للاحتياطي حينئذٍ غير ذي أهمية بالنسبة إلى قرار إنشاء الصندوق الادخاري من عدمه.

أما الاعتبار **الثاني** لإنشاء صناديق الادخار أو صناديق الأجيال في الدول النفطية، فيتعلق بالطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني وإمكانات تنويع قاعدته. وهذه تعتمد على حجم الاحتياطي والإنتاج، وبالتالي العائدات للفرد، وكذلك حجم الاقتصاد مقارنة بتلك العائدات، وعوامل أخرى مرتبطة بالإمكانات الحالية والممكنة لذلك الاقتصاد. وهذا يعني أن الاقتصادات صغيرة الحجم قليلة السكان، وذات إمكانات التنويع المحدودة، لديها حافز أكبر لإنشاء صناديق ادخار العوائد النفطية. ولكن حتى تلك الاعتبارات قد تتغير عبر الزمن، ونتيجة السياسات الاقتصادية، فالطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني تتزايد وتتغير محدداتها، وامكانات التنويع لها دينامية، وتعتمد أيضاً على السياسات الاقتصادية. وهناك أمثلة كثيرة من منطقة الخليج وغيرها، ساهمت فيه الإيرادات الآنية والسياسات، إما في بناء هياكل وعلاقات زادت من درجة التنويع الاقتصادي، أو ثبطت منه.

ويرتبط بموضوع إدارة المورد على المدى الزمني الطويل، لتحقيق التنمية المستدامة والعدالة بين الأجيال لكل دولة، تساؤلات عدة، منها تحديد معدل الإنتاج الأمثل، وبالتالي تاريخ النضوب، وهذا يعتمد على متغيرات عدة، منها حجم الاحتياطي لديها، وحصتها من السوق، ومستوى السعر، ومعدل الفائدة، وغير ذلك. ونظراً إلى أوضاع السوق النفطية، وارتباطها بعلاقات خارجية، فإن معدل الإنتاج والنضوب يختلف في الغالب عن المستوى الأمثل. ومن التساؤلات واحد عن المستوى الأمثل من الإيرادات التي يمكن ادخارها وتوجيهها إلى الاستثمار للأجيال القادمة، والمستوى الذي يجب توجيهه إلى الاستهلاك والاستثمار المحلي الآني، وارتباطاً بذلك معايير الاختيار بين مجالات الاستثمار للأجيال القادمة، سواء في الداخل أو الخارج، وبالنسبة إلى كليهما الإطار الزمني للاستثمار (طويل أو قصير الأجل) وقنواته[٨].

وهذه التساؤلات حول إدارة المورد عبر الزمن في الدول النفطية ذات أهمية خاصة لتلك الدول ورفاه شعوبها، إلا أن اختيار العديد منها إنشاء صناديق متخصصة مستقلة لاستثمار جزء من عوائد النفط، في الغالب خارج حدودها، كإحدى وسائل إدارة المورد لديها؛ أوجد تحدياً آخر لتلك الدول، متمثلاً في المقارنة بين التقلبات في الإيرادات الناتج من ظروف السوق

(٨) Helmet Reisen, «How to Spend it: Distinguishing the Origins of Sovereign Wealth Funds,»: in: Nugée and Subacchi, eds., Ibid.

النفطية من جهة، والتقلبات في عوائد الاستثمارات الخارجية، المرتبطة بمتغيرات وظروف السوق المالية الأكثر تعقيداً من جهة أخرى.

إضافة إلى ذلك، فإن إنشاء تلك الصناديق جعلها محل اهتمام من الدوائر المالية والسياسية في الدول الصناعية، خصوصاً خلال العامين الماضيين. وتركز الاهتمام على النواحي الفنية بالنسبة إلى حجم تلك الاستثمارات، والجهات المنوط بها، وأوجهها، وجوانب علاقة ودوافع صناديق الاستثمار (المملوكة لحكومات ذات سيادة) مع الدول التي يتم الاستثمار فيها، ومع المؤسسات المالية الدولية.

رابعاً: نشاط صناديق الثروة السيادية للدول النفطية عالمياً

تكاثرت خلال العامين الماضيين الدراسات التي تعنى بما اصطلح عليه حديثاً بـ «صناديق الثروة السيادية» (Sovereign Wealth Funds (SWF)). وكما جرى التنويه سابقاً، كان جُلّ تلك الدراسات من مؤسسات مالية خاصة ودولية، ومراكز أبحاث في الدول الصناعية. ولن يعجز الباحث المهتم عن العثور على دراسات، بل وعلى موقع معهد متخصص (www.swfinstitute.org)، من خلال تصفح الشبكة العنكبوتية. ولكن يتعين التمحيص والتدقيق، إذ إن الكثير مما كُتب عن الموضوع ينطوي إما على معلومات غير دقيقة، أو انطباعات مسبقة، أو تحليل متهافت. وقد انعكس ذلك على تصنيف تلك الصناديق، وتحليل استراتجياتها الاستثمارية، ومعايير أدائها، وغير ذلك.

١ ـ تعريف الصناديق السيادية وتقديرات أصولها

لا يوجد اتفاق عالمي على ما يمكن أن يعتبر صندوقاً سيادياً، لذلك اختلفت تقديرات أصول تلك الصناديق مجتمعه سواء آنياً أو مستقبلاً. على سبيل المثال، يعرف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية بأنها «صناديق أو ترتيبات استثمار عامة ذات أغراض محددة، مملوكة للحكومة، وتحت سيطرتها، مهمتها الاحتفاظ بـ/ وإدارة الأصول لأهداف اقتصادية كلية متوسطة وطويلة المدى، وتلك الصناديق يتم بناؤها من عمليات الصرف الأجنبي، أو عوائد عمليات التخصيص، أو فوائض المالية العامة، و/ أو عوائد صادرات السلع. وتطبق تلك الصناديق استراتيجيات استثمار تشتمل على استثمارات في أصول مالية أجنبية». ويضم صندوق النقد الدولي في تعريفه هذا صناديق استقرار العائدات، وصناديق الادخار التي وردت الإشارة إليهما، وصناديق تمويل التنمية، وصناديق التقاعد الحكومية التي ليست لديها التزامات[٩]. وبموجب هذا التعريف، يقدر صندوق النقد الدولي أصول تلك الصناديق (في شباط/ فبراير ٢٠٠٨)، بين ٢,١ و٣ تريليون دولار (الجدول الرقم (٢)).

ويبدو أن الفرق الأساس بين التقديرات الدنيا والمرتفعة، يعود إلى تفاوت تقديرات

(٩) IMF, *Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda.*

أصول صندوق أبو ظبي للاستثمار، وإلى حد ما هيئة قطر للاستثمار، اللذين لا تتوفر معلومات معلنة عن حجم أصولهما، خلاف الصناديق الأخرى (والأصول التي تديرها مؤسسة النقد العربي السعودي). أما الفرق الثاني بالنسبة إلى صناديق الدول غير النفطية، فيعود إلى تقديرات مؤسسة الاستثمار لحكومة سنغافورة. هذا وتتبنى معظم المصادر التقديرات العليا الواردة في دراسة صندوق النقد الدولي. بينما يرى سيزنيك(١٠) أن تقديرات حجم صناديق دول مجلس التعاون مبالغ فيها، وأن التقديرات المرتفعة لا تأخذ في الاعتبار، عند احتساب الإيرادات النفطية، اقتطاع تكاليف الإنتاج، أو التسرب من تلك الإيرادات، نتيجة الإنفاق العسكري، أو الإنفاق الحكومي، أو الإنفاق غير المجدول في الميزانية (Off-budget). ويقدر حجم صناديق (أو فوائض) دول الخليج في بداية ٢٠٠٨ بين ٨٦٢ و٩٦٢ مليار دولار.

وتقدر دراسة حديثة لـ ستسر وزيمبا(١١) حجم الصناديق السيادية القائمة لدول الخليج في نهاية ٢٠٠٨ بحوالى ٧١٤ مليار دولار تضاف إليها الأصول الخارجية للسعودية التي تديرها مؤسسة النقد العربي السعودي بحوالى ٥٠٠ مليار دولار (منها ٧٠ مليار دولار لصندوق مصلحة التقاعد) بمجموع كلي لدول المجلس ١,٢ تريليون دولار، مشتملة خسائر الصناديق خلال النصف الثاني من العام، التي يقدرها ذلك المصدر بـ ٣٥٠ مليار دولار.

وتعرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) صناديق الثروة السيادية بأنها «وسائط استثمار مملوكة للحكومة يتم تمويلها من موجودات الصرف الأجنبي»، وتضيف وزارة الخزانة الأمريكية إلى ذلك بأنها «تُدار بشكل مستقل عن الاحتياطيات الرسمية للسلطات النقدية». ويعرفها كيمت(١٢) بأنها «قنوات رأسمالية عدة تسيطر عليها الحكومة، وتستثمر في الأسواق بالخارج». أما ترومان، من معهد الاقتصاديات الدولية في واشنطن، فيعرّف تلك الصناديق بأنها «قنوات من الأصول الدولية (وأحياناً أصول محلية) المملوكة والمدارة من حكومات لتحقيق أهداف اقتصادية ومالية متنوعة». ويعرفها معهد ماكيزي الدولي بأنها «تلك الممولة من احتياطيات البنوك المركزية وتهدف إلى تعظيم العوائد المالية بمحددات مخاطر معينة»(١٣) ويعرفها بنك دويتشه بأنها «وسائط مالية مملوكة للدولة التي تحتفظ وتدير الموارد المالية العامة، وتستثمرها في أصول متنوعة، وتلك الموارد ناتجة من سيولة إضافية في القطاع العام، بسبب فوائض الميزانية أو الاحتياطيات الرسمية للبنوك المركزية» (Deutche Bank).

وبسبب اختلاف التعريفات وعموميتها، فإن البعض لا يفرق بين تلك الصناديق العائدة إلى الدول النفطية الناتجة من إنتاج وتصدير المورد الناضب (كدول الخليج العربية مثلاً) وتلك

(١٠) Jean-Francois Seznec, «The Gulf Sovereign Wealth Funds: Myth and Reality,» *Middle East Policy*, vol. 15, no. 2 (Summer 2008).

(١١) Brad W. Setser and Rachel Ziemba, «GCC Sovereign Funds: Reversal of Fortune,» Center for Geo-economic Studies, Council on Foreign Relations, Washington, DC, 2009.

(١٢) Robert M. Kimmitt, «Sovereign Wealth Funds and the World Economy,» *Foreign Affairs*, vol. 87, no. 1 (January-February 2008).

(١٣) McKinsey Global Institute: <http://www.mckinsey.com/mgi>.

العائدة إلى حكومات دول ناتجة من فوائض في ميزانها الجاري بسبب الزيادة في صادراتها وتراكم احتياطيات صرف أجنبي لديها (مثل الصين وكوريا)، ولا تفرق أيضاً بين الوجود المؤسسي للصندوق أو وجود الفوائض (كتضمين الاحتياطيات الحكومية التي تديرها مؤسسة النقد العربي السعودي على الرغم من عدم وجود إطار مؤسسي مستقل للاستثمار، في تحليل وتقديرات الصناديق السيادية)، بل وبسبب ضبابية التعريفات يضم البعض منها الاستثمارات الخاصة لأبناء الأسر الحاكمة في منطقة الخليج إلى استعراض وتقديرات استثمارات الصناديق السيادية (كتضمين استثمارات شركة المملكة القابضة المملوكة للأمير الوليد بن طلال في السعودية أو مجلس دبي للاستثمار (DIC) المملوك لشركة دبي القابضة المملوكة لحاكم الإمارة في العديد من الدراسات والتقديرات). وهناك أيضاً من يضم استثمارات المشاريع المشتركة في الخارج للشركات المملوكة كلياً أو جزئياً للحكومات، مثل شركة البترول الكويتية، أو شركتي أرامكو وسابك السعوديتين، وغيرها، إلى تحليل وتقدير استثمارات الصناديق السيادية مع أن هذه جزء من عملياتها الدولية، حالها كالشركات النفطية الأخرى، المملوكة جزئياً أو كلياً للحكومات، مثل ستاتويل النرويجية، وبتروبراس البرازيلية، وبعض الشركات الروسية والصينية وغيرها.

الجدول الرقم (٢)
تقديرات صندوق النقد الدولي لأصول صناديق الثروة السيادية شباط/ فبراير ٢٠٠٨

(مليار دولار)

	التقديرات الدنيا	التقديرات العليا
صناديق دول مجلس التعاون	**٤٩٥**	**١١٤٠**
ـ الإمارات: هيئة أبو ظبي للاستثمار	٢٥٠	٨٧٥
ـ الكويت: هيئة الاستثمار الكويتية	٢١٣	٢١٣
ـ قطر: هيئة الاستثمار القطرية	٣٠	٥٠
ـ عُمان: صندوق الاحتياطي العام للدولة	٢	٢
الأصول الخارجية لمؤسسة النقد العربي السعودي	٢٨٩	٢٨٩
إجمالي دول مجلس التعاون	٧٨٤	١٤٢٩
صناديق دول عربية أخرى	٩٣	٩٣
ـ الجزائر	٤٣	٤٣
ـ ليبيا	٥٠	٥٠
صناديق دول (ومقاطعات) نفطية أخرى	٦٥٦	٦٥٦
ـ النرويج	٣٨٠	٣٨٠

يتبـــع

تابـــع

ـ ألاسكا (الولايات المتحدة)	٤٠	٤٠
ـ ألبرتا (كندا)	١٦	١٦
ـ روسيا	١٢٥	١٢٥
ـ بروناي	٣٠	٣٠
ـ إيران	٩	٩
ـ كازاخستان	٢١	٢١
مجموع الدول النفطية	**١٥٣٣**	**٢١٥٨**
صناديق سيادية لدول آسيوية غير نفطية	٤٥٣	٦٨٣
ـ سنغافورة	٢٠٨	٤٣٨
ـ الصين	٢٠٠	٢٠٠
ـ كوريا	٣٠	٣٠
ـ تايوان	١٥	١٥
المجموع الكلي للصناديق	**٢٠٩٣**	**٢٩٦٨**

المصدر: International Monetary Fund [IMF], *Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda*, Working Paper (Washington, DC: IMF, 2008).

وتعتبر التفرقة بين صناديق الثروة السيادية ذات الأصل السلعي (ومعظمها صناديق للدول النفطية) وغير السلعي أكثر دقه في تحليل أهداف ودور تلك الصناديق. وإن الصناديق السلعية (النفطية) كما أسلفنا، يمكن أن تكون لغرض استقرار العائدات أو الادخار عبر الأجيال، أو (كما هو الحال في صندوق النرويج)، لغرض الحد من آثار العوائد النفطية في الاقتصاد الكلي. وفي حالة ارتفاع أسعار النفط، وتراكم الفوائض، يمكن أن تتحول مهام صناديق استقرار العائدات، أو حجب آثارها عن الاقتصاد المحلي، إلى صناديق للادخار. أما الصناديق غير السلعية، فهي ناتجة من تحويل جزء من موجودات الصرف الأجنبي، بالنسبة إلى الدول التي لديها فوائض في موازين المدفوعات (كالصين)، إلى أدوات استثمارية.

وتشكل الصناديق السلعية حوالى ٧٣ بالمئة من الحجم المقدر للصناديق السيادية، وتشكل صناديق دول مجلس التعاون السيادية ٣٧ بالمئة من الحجم الكلي المقدر، أو حوالى ٢٤ بالمئة دون الأصول الخارجية التي تديرها مؤسسة النقد العربي السعودي، التي ليس لديها إطار مؤسسي لاستثمار العوائد النفطية في الخارج، كحال صناديق دول الخليج الأخرى. إذ إن استثماراتها هي أقرب ما تكون إلى آلية لاستقرار العوائد، أكثر منها إلى صندوق للثروة السيادية أو صندوق ادخار للأجيال.

ويعتبر حجم الصناديق السيادية برمتها، أو صناديق الثروة الناتجة من إدارة

واستغلال العائدات النفطية (بتعريفها الموسع)، أو حجم صناديق دول مجلس التعاون، ضئيلاً مقارنة بالأصول المالية العالمية، أو رسملة (S&P 500)، أو حجم الاستثمارات المؤسسية لصناديق التقاعد والوقف في الدول الصناعية، وغيرها من مؤشرات، كما يتضح من الجدول الرقم (٣).

ولم تقتصر المبالغة في التقديرات على حجم الصناديق السيادية آنياً، بل إنها انعكست أيضاً على تقديرات أحجامها مستقبلاً. فقد استمرت الدوائر الإعلامية لفترة طويلة (وبعضها ما يزال) تشير إلى تقديرات الاستشاري مورغان ستانلي عام ٢٠٠٧ بأن حجم تلك الصناديق سيصل إلى ١٢ تريليون دولار بحلول عام ٢٠١٥[١٤]، على الرغم من أن تلك التقديرات استندت أساسا إلى تقديرات آنية عاليه بالنسبة إلى حجم تلك الصناديق أو الاستثمارات وعلى افتراضات غير واقعية بالنسبة إلى الأسعار النفط (ارتفاع بمعدل ١٠ بالمئة سنوياً) والقدرة الاستيعابية لاقتصادات الدول ذات الصناديق السيادية ومعدل العائد على استثماراتها (٥,٥ بالمئة سنوياً) وافتراضات أخرى.

الجدول الرقم (٣)
مؤشرات نسبة حجم أصول الصناديق السيادية إلى أصول أخرى (أوائل ٢٠٠٨)

نسبة مئوية	أصول الأسواق المالية	رسملة سوق ستاندرد اندبورز	الاستثمارات المؤسسية
الصناديق السيادية	١ ـ ١,٦	١٧ ـ ٢٤	٤ ـ ٥,٥
ـ الصناديق السيادية للدول النفطية	٠,٧ ـ ١,١	١٢ ـ ١٨	٢,٨ ـ ٤
ـ الصناديق السيادية لدول الخليج	٠,٤ ـ ٠,٧	٦ ـ ١٢	١,٥ ـ ٢,٦

المصدر: مستخلص من: المصدر نفسه؛ Robert M. Kimmitt, «Sovereign Wealth Funds and the World Economy,» *Foreign Affairs*, vol. 87, no. 1 (January-February 2008), and Sven Behrendt, «When Money Talks: Arab Sovereign Wealth Funds in the Global Public Policy Discourse,» Carnegie Papers; no. 12, Carnegie Endowment for International Peace, Washington, DC (October 2008).

وفي دراسة حديثة أكثر تحفظاً في توقعاتها، تقدر أن يصل حجم صناديق دول مجلس التعاون، بما فيها مؤسسة النقد العربي السعودي عام ٢٠١٢، إلى حوالى ٢,٢ تريليون دولار، إذا استمر متوسط سعر النفط بحدود ١٠٠ دولار للبرميل خلال هذه الفترة، وحوالى ١,٨ تريليون إذا بلغ متوسطه ٧٥ دولاراً للبرميل، وألا يزيد على ١,٤ تريليون، إذا بلغ متوسطه ٥٠ دولاراً للبرميل؛ وأن دول المجلس تدخر مجتمعة، ما يتراوح بين ٤٢ و٤٦ بالمئة من الزيادة في سعر النفط، عندما يتجاوز ٥٠ دولاراً، وهو السعر اللازم لتغطية تكلفة واردات تلك الدول[١٥].

(١٤) «How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?,» Morgan Stanley Research Global, 2007.

(١٥) Brad Setser and Rachel Ziemba, «Understanding the New Financial Superpower: The Management of GCC Official Foreign Assets,» Roubini Global Economic (RGE) (December 2007).

٢ ـ الاستثمارات الخارجية للصناديق السيادية

يُضاف إلى ما ذكر سابقاً حول اختلاف التعريفات والتقديرات بالنسبة إلى الصناديق السيادية، ما قام البعض من تحليل استراتيجيات وقنوات الاستثمار لدى تلك الصناديق بتعريفها الشامل. ومصدر معظم تلك التحليلات بنوك ومؤسسات استثمار، وهي مبنية في الغالب على افتراضات وتقديرات تعتمد دقتها على الجهة التي تقوم بالتقدير، والمنهجية التي تتبعها. وخلافاً لصندوق التقاعد الحكومي في النرويج، الذي تتوفر عن أصوله واستثماراته معلومات وبيانات مفصلة، لا تتوفر عن صناديق أو استثمارات دول مجلس التعاون في الخارج معلومات موثقة (وإن كان ذلك بدرجات متفاوتة)، مما جعل بعض ما يكتب عن أوجه تلك الاستثمارات وأدائها، أقرب إلى الانطباعات المستقاة أحياناً من إعلانات امتلاك هذا الصندوق، أو ذاك حصص في هذه الشركة أو تلك، وأحياناً أخرى من تصريحات لبعض مسؤولي الدول المعنية.

ومع أن الوضع الطبيعي هو في انتقال رؤوس الأموال والاستثمارات من الدول الغنية وذات معدلات النمو المنخفضة، إلى الدول النامية ذات معدلات النمو الأعلى، إلا أن استثمارات الصناديق السيادية للدول النفطية وغيرها (ومعظمها في أسواق الدول المتقدمة) تخالف تلك القاعدة. فيلاحظ مثلاً أن التدفقات الرأسمالية من الدول النامية إلى الدول الصناعية ارتفع من حوالى مئة مليار دولار عام ٢٠٠١، إلى أكثر من ٧٠٠ مليار دولار عام ٢٠٠٧، كان معظمها تدفقات من دول مجلس التعاون والصين. ويقارن ذلك بزيادة في الاستثمارات المباشرة (FDI) من الدول الصناعية إلى النامية من ١٥٠ مليار دولار، إلى ٣٠٠ مليار دولار، في العامين المشار إليهما[(١٦)].

وتتوزع الاستثمارات الخارجية لدول مجلس التعاون بين السندات الحكومية وأسواق المال العالمية والاستثمارات العقارية وغيرها. وتختلف نسب كل منها اعتماداً على استراتيجية الاستثمار الخاصة لكل دولة، والتي تعتمد هي الأخرى على الهدف من تلك الاستثمارات، أو من إنشاء الأداة (الصندوق) التي تديرها. إذ إن جزءاً هاماً من صناديق الثروة (أو الصناديق الادخارية) كصندوق الأجيال في الكويت أو هيئة أبو ظبي للاستثمار أو هيئة الاستثمار القطرية، يتجه إلى استثمارات طويلة الأجل، وبأدوات ذات العائد ودرجة المخاطرة الأعلى، كالاستثمار في أسواق المال العالمية.

أما استثمارات صناديق استقرار العائدات، فيفترض أن تكون للأجل القصير أو المتوسط، وأن تتجه إلى الاستثمار في أدوات ذات درجة مخاطر وعوائد أقل، كالسندات الحكومية (مثل استثمارات مؤسسة النقد العربي السعودي، والتي تعتبر كآلية لاستقرار العائدات كما سبقت الإشارة). وتشكل الأصول المقومة بالدولار نسبة عالية من استثمارات دول المجلس، وإن تفاوتت تقديراتها بين الدول في ما بين ٨٠ بالمئة لمؤسسة النقد العربي السعودي، و٤٠ بالمئة لهيئة الاستثمار الكويتية. كما يتضح من الجدول الرقم (٤) ويلاحظ أن

(١٦) «For a Few Sovereigns More,» HSBC Global Research (2008).

الاستثمارات المباشرة (FDI) للصناديق السيادية، تعتبر ضئيلة؛ إذ تقدرها لجنة الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (أونكتاد) بحوالى ٣٩ مليار دولار فقط، ثلثاها في الدول الصناعية، وحوالى ٧٣ بالمئة في قطاع الخدمات(١٧).

الجدول الرقم (٤)
تقدير أوجه استثمارات دول مجلس التعاون الخارجية في نهاية ٢٠٠٧

	نسبة مئوية
أصول مقومة بالدولار	**٥٣**
ـ سندات	٤٧
ـ أسهم	٣٧
ـ عقارات	٣
ـ أخرى	١٣
أصول بعملات أخرى	**٤٧**
ـ سندات	٢٦
ـ أسهم	٥١
ـ عقارات	٨
ـ أخرى	١٥

نسبة مئوية	سندات	أسهم	أخرى
هيئة الاستثمار الكويتية	٢٥	٦٠	١٥
هيئة أبو ظبي للاستثمار	(١٢ ـ ١٦)	(٥٥ ـ ٦٧)	(٥ ـ ١٠)
هيئة الاستثمار القطرية	٢٠	٦٠	٢٠
صندوق الاحتياطي العام لعمان	٣٠	٢٠	٥٠
مؤسسة النقد العربي السعودي	٨٠	١٠	١٠

المصدر: Brad Setser and Rachel Ziemba, «Understanding the New Financial Superpower: The Management of GCC Official Foreign Assets,» Roubini Global Economic (RGE) (December 2007).

٣ ـ أداء الاستثمارات الخارجية لصناديق الثروة السيادية

تشير الدراسات والمعلومات المنشورة إلى اختلاف أداء صناديق الثروة السيادية القائمة للدول النفطية، ومنها بعض دول مجلس التعاون (أو الاستثمارات الخارجية للبعض الآخر ممن ليس لديه وجود مؤسسي للصندوق كالعربية السعودية مثلاً)، وهذا الاختلاف في الأداء يعود إلى اختلاف استراتيجيات الاستثمار المشار إليها آنفاً، وإلى التطورات في الأسواق المالية التي اتجهت إليها تلك الاستثمارات، إضافة إلى التغيرات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف. وكانت الصناديق السيادية محط اهتمام الدوائر الغربية خلال العامين الماضيين، نظراً إلى المبالغة في أحجامها الآنية والمستقبلية، ولدخول بعض الصناديق في استثمارات واستحواذات أخذت طابعاً إعلامياً.

(١٧) United Nations Committee on Trade and Development [UNCTAD], *World Investment Report, 2008* (Geneva: UNCTAD, 2008).

ونتيجة ذلك الاهتمام، قام صندوق النقد الدولي بتشكيل ما سمي بـ «مجموعة العمل الدولية حول الصناديق السيادية»، لغرض إيجاد أطر عمل اختيارية للدول مالكة الصناديق والدول المستقبلة لاستثماراتها، تركز على الشفافية والحوكمة والمساءلة وغيرها من معايير. وقامت وزارة الخزانة الأمريكية أوائل عام ٢٠٠٨، بوضع معايير استرشادية لاستثمارات الصناديق السيادية والدول المستقبلة لها. وتم التوقيع على بروتوكول بين تلك الوزارة وهيئة أبو ظبي للاستثمار وصندوق التقاعد الحكومي النرويجي، وجاءت المعايير الاختيارية لمجموعة العمل الدولية المشار إليها مطابقة إلى حد كبير لما ورد في البروتوكول[١٨].

وقد حاول ترومان، في دراسة شملت ٤٦ صندوقاً سيادياً، إيجاد مؤشر لأداء تلك الصناديق، بالتركيز على أربعة معايير: **الأول** هو الهيكلة وتشمل درجة وضوح تمويل الصناديق واستخدامات أصولها وعوائدها وعلاقتها بالميزانية والاستراتيجية الاستثمارية ومدى انفصال تلك الصناديق عن الاحتياطيات الخارجية للدولة. والمعيار **الثاني** يركز على الحوكمة ويشمل مدى وضوح دور الحكومة في استراتيجية الاستثمار للصناديق محل الدراسة، ودور مديري تلك الصناديق ومدى وجود مؤشرات تحكم نزاهة ومهنية القائمين على الاستثمار. أما المعيار **الثالث**، فيركز على الشفافية والمساءلة، ويشمل توفر المعلومات الفصلية والسنوية عن الاستثمارات وأدائها وحجم الصناديق وعوائدها وتوزيع الاستثمارات الجغرافي، وفي ما بين العملات والرقابة المالية الداخلية والخارجية على الصناديق. فيما يركز المعيار **الرابع** على سلوك الصناديق في الأسواق التي تستثمر فيها. وبناءً على تلك المعايير، تمّ تقييم أداء الصناديق السيادية لدول مجلس التعاون، كما يتضح من الجدول الرقم (٥).

الجدول الرقم (٥)
معايير أداء الصناديق السيادية لدول مجلس التعاون

	الهيكلة	الحوكمة	الشفافية والمسائلة	السلوك	التقييم العام
هيئة الاستثمار الكويتية	٦	٤	٥,٧٥	صفر	١٥,٧٥
هيئة الاستثمار القطرية	٢,٧٥	صفر	٠,٢٥	صفر	٣,٠
هيئة أبو ظبي للاستثمار	٢	صفر	٠,٥	٠,٥	٣,٠
صندوق الاحتياطي العام في عُمان	٤	صفر	٢,٥	صفر	٦,٥
متوسط أداء الصناديق السيادية	٥,٤	٢	٦,٢	١,٥	١٥,١
صندوق التقاعد الحكومي للنرويج	٧,٥	٥	١٤	٤	٣٠,٥

المصدر: مستخلص من: Edwin M. Truman, «Sovereign Wealth Funds: New Challenges from a Changing Landscape,» (Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology, US House of Representatives, Washington DC, 10 September 2008).

(١٨) Nermina Biberovic, «A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds: Continuity of the Status Quo?,» Gulf Research Center, Dubai, 2008.

وقد تدنى الاهتمام بالصناديق السيادية ونشاطها في الدول المستقبلة لاستثمارات تلك الصناديق، بعد استفحال الأزمة المالية العالمية، وانعكاسها على استثمارات الصناديق المذكورة، وظهور تقديرات أكثر دقة وواقعية عن حجمها، مما كان قد ظهر خلال مرحلة ارتفاع أسعار النفط. وقد قدرت دراسة حديثة خسائر دول مجلس التعاون خلال عام ٢٠٠٨، جراء التدهور في قيم الأصول في الأسواق الرئيسة بحوالى ٣٥٠ مليار دولار، بمعدل ٢٧ بالمئة، وهذه غطت على الزيادة في أصول تلك الصناديق الناتجة من ارتفاع الإيرادات النفطية المقدرة بحوالى ٢٧٣ مليار دولار للعام ذاته، كما يتضح من الجدول الرقم (٦). وكانت أكبر الخسائر في الاستثمارات في الأسواق المالية ومنها صفقات شراء حصص في بعض المصارف في الدول الصناعية، والتي قامت بها بعض الصناديق خلال عامَي ٢٠٠٧ و٢٠٠٨، كشراء حصص في بنك باركليز (هيئة الاستثمار القطرية)، أو بنك ميرل لينش (هيئة الاستثمار الكويتية)، أو سيتي غروب (هيئة أبو ظبي للاستثمار)، والتي قدرت إحدى المصادر خسائرها في نهاية ٢٠٠٨ بحوالى٤٠، و٧٠، و٦٠ بالمئة على التوالي[١٩].

الجدول الرقم (٦)
تقديرات خسائر صناديق الثروة السيادية لدول الخليج في نهاية ٢٠٠٨

(مليار دولار)

	تقدير الأصول كانون الأول/ ديسمبر ٢٠٠٧	تقدير الأصول كانون الأول/ ديسمبر ٢٠٠٨	الإضافة إلى الأصول	الخسائر	معدل الخسائر (بالمئة)
صندوق أبو ظبي للاستثمار	٤٥٣	٣٢٨	٥٩	١٨٣	٤٠
هيئة الاستثمار الكويتية	٢٦٢	٢٢٨	٥٧	٩٤	٣٦
هيئة الاستثمار القطرية	٦٥	٥٨	٢٨	٢٧	٤١
أصول مُدارة من مؤسسة النقد العربي السعودي	٣٨٥	٥٠١	١٦٢	٤٦	١٢
إجمالي دول مجلس التعاون	١٢٨٢	١٢٠٠	٢٧٣	٣٥٠	٢٧
للمقارنة: الاستثمارات الخارجية لصندوق التقاعد الحكومي النرويجي	٣٧١	٣٢٥	٦٤	١١١	٣٠

المصدر: Brad W. Setser and Rachel Ziemba, «GCC Sovereign Funds: Reversal of Fortune,» Center for Geo-economic Studies, Council on Foreign Relations, Washington, DC, 2009.

وهذا الأداء للصناديق، إضافة إلى انخفاض أسعار النفط، وتوقع استمرارها عند مستويات أقل من متوسطها خلال الخمسة أعوام الماضية، وتأثر اقتصاديات الأسواق المالية في الدول النفطية بالأزمة المالية من نواحٍ عدة، سيحد من نموها إن لم يقلص أحجامها، وقد يؤدي إلى

(١٩) *Energy Compass* (2008).

انتقال الاهتمام بها من الدوائر الغربية، كما حدث خلال العامين الماضيين، إلى الدوائر المحلية في الدول النفطية ذاتها، حيث كان وضع ونشاط تلك الصناديق عموماً غائباً أو مغيباً عن الرأي العام في العديد من تلك الدول (باستثناء الكويت والنرويج ربما بسبب تاريخ إنشاء صناديقهما ووضعهما القانوني والمؤسسي).

خلاصة واستنتاجات

صاحَبَ الطفراتِ النفطيةَ التي مرت في دول الخليج العربية، ظواهر وقضايا عدة، سواء لجهة إدارة المالية والاقتصاد الوطني في مرحلة الطفرة، أو عملية توزيع عوائدها على القطاعات المختلفة، أو بين الأجيال وغير ذلك من قضايا. وصاحبها أيضاً اهتمام من الدوائر العالمية بأحجام عوائد تلك الدول، وسبل التصرف بها. وخلال طفرة (٢٠٠٣ ـ ٢٠٠٨) التي انتهت للتو، جرى الاهتمام خلال العامين الماضيين بما أصبح يُعرف بنشاط «صناديق الثروة السيادية» للدول النفطية، وخصوصاً حجم ومجالات ودوافع استثمارات تلك الصناديق خارج حدود دولها. ويُلاحظ أن ذلك الاهتمام العالمي قد خبا إلى حد كبير بعد استفحال الأزمة المالية العالمية من جهة، وانتهاء الطفرة النفطية بانهيار الأسعار، وتوقع استمرارها عند مستويات متدنية إلى ما بعد انتهاء الأزمة المالية وتداعياتها.

ويرتبط إلى حد كبير، موضوع ما أصبح يُعرف بصناديق الثروة السيادية (Sovereign Wealth Funds) للدول النفطية بموضوع أهم، وهو إدارة المالية العامة في تلك الدول، حيث الإيرادات من النفط دائمة التذبذب، وتتصف بعدم اليقين، ومصدرها خارجي، إضافة إلى أن الأصل المشتقة منه ناضب، ما يؤثر في مسار الإنفاق العام، وكيفية تحييد آثار التذبذب واللايقين في الأجل القصير في ذلك الإنفاق، وبالتالي في النمو والاستقرار الاقتصادي. أما خاصية النضوب، فهي ترتبط بتحويل الإنتاج والعائدات من الأصل الناضب، إلى أصول منتجة أكثر ديمومة، وبشكل أعم بموضوع العدالة بين الأجيال.

وقد اتبعت الدول النفطية سياسات مختلفة لتحييد آثار التذبذب واللايقين بالنسبة إلى الإيرادات النفطية، منها إنشاء صناديق لاستقرار العائدات النفطية (Oil Stabilization Funds) يختلف نطاق عملها ومرجعيتها وظروف إنشائها في ما بين الدول. وتهدف تلك الصناديق إلى المساهمة في الاستقرار الاقتصادي الكلي، عن طريق استقرار الإنفاق العام، ببرمجة تدفق الإيرادات النفطية إلى الميزانية، إضافة إلى هدف زيادة الشفافية في إدارة الإيرادات النفطية والسياسة المالية. ويلاحظ أن وجود صندوق لاستقرار العائدات النفطية في الدولة، لا يُغني عن ضرورة وجود قواعد مالية واضحة ودرجة من المساءلة والشفافية في صياغة وإدارة المالية العامة عموماً. كما وأن نجاح تلك الصناديق ـ إن وجدت ـ في المساهمة في الاستقرار الاقتصادي والانضباط المالي، يعتمد على معايير عدة، أحدها درجة مرونة الإيداع والسحب والاستثمار لتلك الصناديق، ودرجة ارتباط وتنسيق أعمالها مع مسار المالية العامة.

ولمواجهة معضلة الاستعداد لعصر ما بعد نضوب النفط (سواء نضوباً طبيعياً أو انحسار

دوره بسبب التطور التقني للمصادر البديلة) اختار بعض الدول النفطية، ومنها بعض دول الخليج العربية، وسيلة إنشاء صناديق للعدالة بين الأجيال (Intergenerational Equity)، بمسميات وقواعد مختلفة؛ كصندوق احتياطي الأجيال القادمة في الكويت، أو صندوق الاحتياط الحكومي في عُمان وقَطَر، وهيئة أبو ظبي للاستثمار، وذلك بادخار جزءٍ من الإيرادات النفطية الآنية، وتنميتها بالاستثمار الداخلي و/ أو الخارجي، لتشكل دخلاً بديلاً للنفط عند نضوبه في الأجل الطويل. وهذا المسار ينطوي على تحويل أصل حقيقي (النفط)، إلى أصل مالي، أو تحويل ثروة في باطن الأرض، إلى «ثروة» على الأرض.

وقد تكاثرت خلال العامين الماضيين الدراسات من مؤسسات مالية خاصة ودولية ومراكز أبحاث في الدول الصناعية حول «صناديق الثروة السيادية»، واختلفت تقديرات أصول تلك الصناديق مجتمعة، سواء آنياً أو مستقبلاً، اعتماداً على تحديد المقصود منها، حيث تتراوح تقديرات أصول الصناديق السيادية للدول النفطية (ومنها دول الخليج) والدول غير النفطية كالصين وسنغافورة، بين ٢ و٣ تريليون دولار، منها ٠,٧ إلى ١,٤ تريليون دولار لصناديق و/ أو استثمارات خارجية لدول مجلس التعاون. ويعتبر حجم الصناديق السيادية برمتها، أو صناديق الثروة الناتجة من إدارة واستغلال العائدات النفطية (بتعريفها الموسع)، أو حجم صناديق دول مجلس التعاون، ضئيلاً مقارنة بمؤشرات مالية عالمية عدة. كما أن تقديرات أحجامها المستقبلية مبالغ فيه، خصوصاً بعد انخفاض أسعار النفط وعدم توقع تعافيها في الأمد المنظور، وانعكاس تداعيات الأزمة المالية على استثمارات وعوائد الصناديق ـ إذا وجدت ـ بشكل مؤسسي، أو الاستثمارات الخارجية للدول النفطية عموماً.

وقد اختلف أداء الاستثمارات الأجنبية لدول مجلس التعاون باختلاف استراتيجياتها المشتقة من الأهداف التي وضعت للصناديق والاستثمارات، وكذلك باختلاف أساليب إدارة الأصول والاستثمارات، والشكل المؤسسي للصناديق، وغير ذلك من عوامل. وبشكل عام، أدت الأزمة المالية التي استفحلت أواخر عام ٢٠٠٨، إلى خسائر في استثمارات دول المجلس بحوالى ٣٥٠ مليار دولار، وبأكثر من حجم الفوائض النفطية الموجهة إلى تلك الاستثمارات، مع تفاوت في تقديرات الخسائر بين دول المجلس اعتماداً على أحجامها وأوجهها وتوقيتها. واختلفت أيضاً معايير تقييم الصناديق السيادية لدول المجلس، في ما يتعلق بالبنية والشفافية والمساءلة والحوكمة، وكان أداؤها أقل من متوسط أداء الصناديق السيادية مجتمعة، وأقل بكثير من أداء صندوق التقاعد الحكومي للنرويج ■